BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Update

July 2007

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 10 July 2007.

Overview

Economic growth and inflation in Canada in the first half of this year have been stronger than expected in the April *Monetary Policy Report*. Final domestic demand has remained the key driver of economic growth in Canada, bolstered by firm commodity prices. The Bank judges that the economy is now operating further above its production potential than was projected at the time of the April *Report*. Both total CPI and core inflation have been higher than projected in April and are above the 2 per cent inflation target. Longer-term interest rates have increased, and the Canadian dollar has appreciated sharply, moving well above the trading range assumed in the last *Report*.

The Canadian economy is now projected to grow by 2.5 per cent in 2007, somewhat stronger than was expected in April, and to grow somewhat more slowly in 2008 and 2009 than previously projected. In this new projection, higher interest rates across the yield curve and a higher assumed range for the Canadian dollar of 93 to 95.5 cents U.S. act to moderate growth in 2008 and 2009 to an average of about 2 1/2 per cent. This brings aggregate demand and supply back into balance in 2009.

Inflation is projected to be slightly higher and more persistent than in the April *Report*. However, as excess demand diminishes, total CPI and core inflation should decline to 2 per cent by early 2009. Also contributing to the decline in inflation are greater downward pressure on import prices related to the stronger Canadian dollar, and continued deceleration in the pace of price increases for new houses. With the direct effect of the GST cut ending and the impact of the temporary easing in gasoline prices in late 2006, total

Highlights

- The Canadian economy is operating further above its potential than was projected in the April *Report*.
- The Bank projects average annual economic growth of about 2 1/2 per cent through 2009, with the economy returning to its production potential in 2009.
- Inflation is projected to be slightly higher than in the April *Report*, returning to the 2 per cent target by early 2009.
- There are both upside and downside risks to the projection for inflation, and these appear to be roughly balanced.
- In line with the Bank's outlook, some modest further increase in the policy rate may be required.

inflation is projected to peak at about 3 per cent in the fourth quarter of this year.

The Bank's new projection for inflation is subject to both upside and downside risks. The main upside risk is that household demand in Canada could be stronger than projected, which could attenuate the downward pressure on inflation from lower import prices and from the deceleration in the pace of price increases for new houses. Higher levels of household borrowing and broad money growth point to this risk. On the downside, the adjustment in the Canadian economy to the rapid appreciation of the Canadian dollar may dampen demand for Canadian goods and services and reduce inflationary pressures more than projected. As well, the ongoing adjustment in the U.S. housing sector could be more prolonged, and this could spill over to the U.S. economy more broadly, further dampening Canadian exports. Overall, the upside and downside risks to the Bank's projection for inflation appear to be roughly balanced.

In line with this outlook, the Bank of Canada raised its key policy interest rate to 4.5 per cent on 10 July. Some modest further increase in the overnight rate may be required to bring inflation back to target over the medium term.

Recent Economic Developments

Global Developments

Economic growth outside North America has generally been more robust than expected at the time of the April *Report*. Emerging-market economies, particularly China and India, continue to outperform expectations. Over the past few months, the economic expansion in Europe and Japan has also been stronger than anticipated, with further strengthening in domestic demand.

The U.S. economy has evolved essentially in line with expectations. Following a weaker-than-anticipated first quarter, growth looks to have rebounded in the second quarter. Activity in the housing sector continues to decrease, but business investment appears to be regaining momentum. Moreover, growth in household consumption has remained firm, suggesting that there has been no significant spillover from the ongoing adjustment in the housing sector. In general, most of the recent data have been consistent with a return of the economy to near potential growth, while U.S. inflation has moderated somewhat.

With ongoing strength in global demand and concerns about supplies, oil prices have moved higher. Other commodity prices have generally remained high, largely in line with the assumptions in the April *Report*.

Canadian Economic Activity

In Canada, economic growth picked up markedly in the first quarter of 2007, with real GDP increasing at an annual rate of 3.7 per cent. This was stronger than the 2.5 per cent growth projected in the April *Report*. In spite of the weak growth in the U.S. economy in the first quarter of 2007, Canada's export volumes were higher than expected. Inventory investment was also higher than projected.

Final domestic demand continued to be the key driver of economic growth in Canada in the first quarter. Real personal disposable income rose substantially, owing mainly to strong growth in employment. The net worth of households also continued to rise, partly reflecting the impact of the strength in Canada's terms of trade. This was accompanied by further strong growth in household credit. These developments underpinned a considerable increase in household spending. Furthermore, the inventory correction that had been a significant drag on growth in the last half of 2006 was completed by early 2007.

Based on available information, real GDP appears to have increased at an annual rate of 2.8 per cent in the second quarter of 2007, higher than the 2.3 per cent rate projected in

the April *Report*. In particular, both consumer spending and exports showed strong momentum early in the quarter.

Estimated Pressures on Capacity

Several indicators suggest that the amount of excess demand in the Canadian economy increased in the second quarter of 2007 relative to that expected at the time of the April *Report*. In the Bank's latest *Business Outlook Survey*, the percentage of companies reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand rose to the highest level since mid-2000 (Chart 1). The Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.6 per cent above its production capacity in the second quarter of 2007, noticeably higher than projected in the April *Report*.[1]

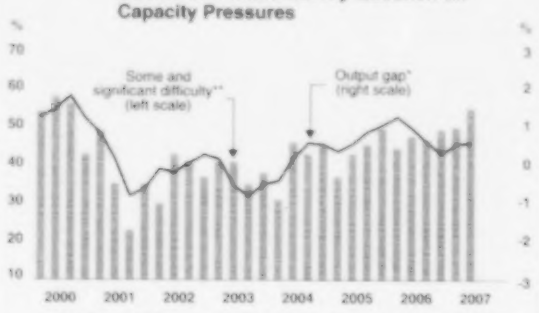
A number of indicators continue to suggest tightness in labour markets, and measures of underlying labour costs have increased somewhat. The employment-to-population ratio is at a record high, and the unemployment rate is at a 33-year low. However, the percentage of firms reporting labour shortages in the recent *Business Outlook Survey* declined.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that, overall, the economy was operating about half a per cent above its production capacity in the second quarter of 2007.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Inflation has been higher than projected in the April *Report* and the January *Update*. This is consistent with evidence of greater excess demand in the Canadian economy. It also reflects some relative price movements.

Chart 1 Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



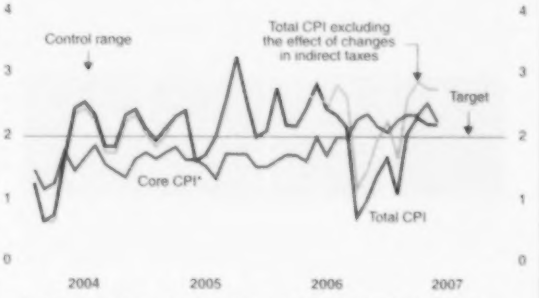
* Difference between actual output and estimated potential output based on the Bank's conventional measure. The estimate for the second quarter of 2007 is based on a projected rise in output of 2.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

The 12-month rate of increase in the total CPI moved up from 1.8 per cent in the first quarter of 2007 to 2.2 per cent in April and May (Chart 2). This higher-than-projected rise in the total CPI resulted from the higher-than-expected core rate of inflation and from further increases in the prices of some of the volatile components. Gasoline prices were higher, chiefly because of refinery closures and unexpected strength in demand. Fruit and vegetable prices were also higher.

Chart 2 Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The estimated level of excess demand in the second quarter of 2007 is close to 0.5 percentage points higher than projected in the April *Report*. This increase reflects a rise in the projected level of real GDP in the second quarter of about 0.25 per cent and a decrease in the estimated level of production capacity of about 0.2 per cent, largely reflecting ongoing weakness in labour productivity.

The core rate of inflation averaged 2.4 per cent in April and May, 0.2 percentage points higher than projected for the second quarter in the April *Report*. The rate of increase in the prices for core services excluding shelter has risen, reflecting strong demand pressures. Prices and markups for clothing and other semi-durable goods have also been higher than expected. Increases in shelter costs, while remaining relatively high, have continued to ease, largely as expected, reflecting a deceleration in price increases for new houses.

Financial Markets and Credit Conditions

Since the April *Report*, longer-term interest rates have increased in many economies (Chart 3). The increase largely reflects expectations of higher real interest rates, consistent with the outlook for continued strong global economic growth. Expectations for policy rates have also generally moved up.

In Canada, growth in household credit remains robust, and growth in business credit has moved above its historical average since the April *Report*. Monetary aggregates have also grown robustly.

The Canadian dollar has appreciated sharply, trading between 93 and 95.5 cents U.S. since the May policy announcement

Chart 3 Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and treasury bills

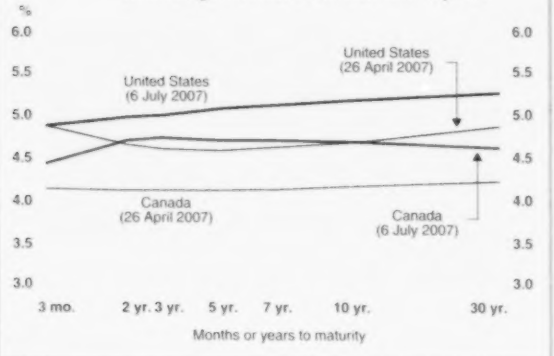


Chart 4 Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays

* CERI: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi

(Chart 4). The current value of the Canadian dollar is well above the range of 86.5 to 89.5 cents U.S. assumed in the projection in the April *Report*. Much of this appreciation reflects the strength of demand for Canadian goods and services and continuing firm commodity prices. However, the currency appears to have moved more strongly in response to these factors than historical experience would suggest.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a gradual and orderly resolution of global imbalances, energy prices evolving in line with current futures prices, and a Canada/U.S. exchange rate in the range of 93 to 95.5 cents U.S. observed since the May policy announcement.

The outlook for the global economy is slightly stronger than in the April *Report*, with growth expected to remain robust over the next three years. Some deceleration is still expected, as global excess supply is reduced and as the impact of ongoing monetary policy tightening is felt. Global economic growth is projected to ease from 5.0 per cent in 2007 to 4.8 per cent in 2008, and to 4.6 per cent in 2009.

The projection for the U.S. economy is little changed from that in the April *Report*. GDP growth is expected to slow from about 3.3 per cent in 2006 to about 2.1 per cent in

2007. Lower residential investment is likely to continue to reduce GDP growth over the coming quarters. However, U.S. exports should be supported by stronger growth in domestic demand in other countries and by a depreciating U.S. dollar, and business investment is picking up. GDP growth is projected to be about 3 per cent in 2008 and 2009.

Futures prices for crude oil have increased relative to those in the April *Report*. The price index for non-energy commodities is at a high level and is still expected to ease gradually over the projection period.

In the Bank's projection for Canada, GDP growth is somewhat stronger in 2007 and somewhat weaker in 2008 and 2009 than was projected in the April *Report*. Quarterly growth is expected to average about 2 3/4 per cent at annual rates for the final three quarters of this year and about 2 1/2 per cent through 2008 and 2009 (Table 1).

Final domestic demand in Canada is expected to remain the key driver of economic growth over the projection period, supported by the strength of Canada's terms of trade and high levels of employment (Table 2). Growth in investment in machinery and equipment should continue to boost imports. Although the gradual strengthening of the U.S. economy over the projection period is supportive of Canadian exports, export growth is expected to be weaker than previously projected owing to the higher Canadian dollar. On balance, net exports are expected to subtract from growth in 2008 and 2009.

Compared with the April *Report*, this projection includes higher interest rates across the yield curve and a higher exchange rate, both of which act to moderate growth and bring aggregate demand and supply in Canada back into balance in 2009.[2]

Table 1
Summary of the Base-Case Projection[a]

	2007				2008		2009
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth, at annual rates)[b]	3.7 (2.5)	2.8 (2.3)	2.7 (2.5)	2.6 (2.7)	2.6 (2.8)	2.4 (2.8)	2.5 (2.7)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	2.3 (2.1)	2.6 (2.2)	2.9 (2.5)	2.6 (2.6)	2.5 (2.8)	2.4 (2.7)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.4 (2.2)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.2 (2.0)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8[c] (1.9)	2.3 (1.9)	2.6 (2.3)	3.0 (2.8)	2.4 (2.2)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.3[c] (2.4)	2.8 (2.4)	2.7 (2.3)	3.0 (2.8)	2.4 (2.2)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI[d] (level)	58 (58)	65 (64)	71 (67)	71 (69)	72 (70)	73 (70)	73 (70)

a. Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.
b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
c. Revisions to the year-over-year percentage change in the first quarter of 2007 for both the total CPI and the total CPI excluding the effect of changes in indirect taxes are the result of rounding effects associated with the change in the CPI base year from 1992 to 2002.
d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 6 July 2007

The projection for core inflation for 2007 and 2008 is slightly higher than in the April *Report* (Table 1). Greater excess demand than was expected in April is projected to keep core inflation above 2 per cent for a longer period. But three factors should bring core inflation back to 2 per cent by early 2009. First, with economic activity moderating somewhat in 2008 and 2009, excess demand pressures are slowly worked off. Second, with the stronger Canadian dollar, downward pressure on inflation from lower import prices is expected to be a little greater than earlier projected. And finally, the

2. The assumption for potential output growth remains unchanged from that used in the April *Report*, at 2.8 per cent in both 2007 and 2008 and at 2.7 per cent in 2009.

contribution to inflation coming from price increases for new houses is expected to continue to decline.

The projected path for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects the revised outlook for the core rate, expectations for energy prices, and the effect of past changes in indirect taxes. With the higher futures prices for oil and the direct effect of the GST cut on inflation ending, total CPI inflation is projected to rise further in the second half of this year. Considerable year-over-year increases in gasoline prices, owing partly to the impact of the temporary easing in gasoline prices in late 2006, will cause total CPI inflation to peak in the fourth quarter at about 3 per cent. CPI inflation is then expected to decline, reaching the 2 per cent target by early 2009.

Table 2

Contributions to Average Annual Real GDP Growth[a]

Percentage points

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.3 *(2.2)*	2.1 *(1.8)*	1.9 *(1.6)*	1.8 *(1.7)*
Housing	0.1 *(0.2)*	0.1 *(-0.1)*	-0.1 *(-0.1)*	-0.1 *(0)*
Government	0.8 *(0.8)*	0.6 *(0.6)*	0.7 *(0.7)*	0.6 *(0.6)*
Business fixed investment	1.2 *(1.1)*	0.6 *(0.7)*	0.6 *(0.5)*	0.4 *(0.4)*
Subtotal: Final domestic demand	4.4 *(4.3)*	3.4 *(3.0)*	3.1 *(2.7)*	2.7 *(2.7)*
Exports	0.3 *(0.5)*	0.6 *(0.4)*	0.9 *(1.3)*	0.9 *(1.0)*
Imports	-1.6 *(-1.7)*	-1.4 *(-1.3)*	-1.5 *(-1.3)*	-1.2 *(-1.0)*
Subtotal: Net exports	-1.3 *(-1.2)*	-0.8 *(-0.9)*	-0.6 *(0)*	-0.3 *(0)*
Inventories	-0.3 *(-0.4)*	-0.1 *(0.1)*	0.1 *(0)*	0 *(0)*
GDP	2.8 *(2.7)*	2.5 *(2.2)*	2.6 *(2.7)*	2.4 *(2.7)*

a. Figures in parentheses are from the projection presented in the April *Report*.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: www.bankofcanada.ca

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Mise à jour

Juillet 2007

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 10 juillet 2007.

Vue d'ensemble

La croissance économique et l'inflation au Canada au premier semestre de l'année ont été plus élevées qu'on ne s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Renforcée par la fermeté des cours des produits de base, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de la croissance au pays. La Banque juge que l'économie fonctionne à l'heure actuelle davantage au-delà de son potentiel que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'avril. Tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence ont été supérieurs aux chiffres avancés en avril et dépassent la cible d'inflation, établie à 2 %. Les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont augmenté et le dollar canadien s'est fortement apprécié, évoluant bien au-dessus de la fourchette prise pour hypothèse dans le dernier rapport.

La Banque prévoit maintenant que l'économie canadienne progressera de 2,5 % en 2007, soit à un rythme un peu plus rapide qu'envisagé en avril, et un peu plus lentement en 2008 et 2009 qu'elle ne l'avait projeté antérieurement. Dans ce nouveau scénario, le niveau plus élevé des taux d'intérêt dans tous les segments de la courbe et le maintien postulé du dollar canadien dans une fourchette de 93 à 95,5 cents É.-U. contribuent à modérer la croissance en 2008 et 2009, pour la ramener à environ 2 1/2 % en moyenne. L'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada est ainsi rétabli en 2009.

L'inflation devrait être légèrement plus élevée et plus persistante qu'escompté dans le *Rapport* d'avril. Toutefois, à mesure que l'excédent de la demande diminuera, les taux d'accroissement de l'IPC global et de l'indice de référence devraient redescendre pour s'établir

Faits saillants

- L'économie canadienne fonctionne davantage au-delà de son potentiel que ce qui était projeté dans le *Rapport* d'avril.
- La Banque prévoit que le taux de croissance annuel moyen s'établira à environ 2 1/2 % jusqu'à la fin de 2009 et que l'économie retournera à son potentiel en 2009.
- L'inflation devrait être légèrement plus élevée qu'escompté dans le *Rapport* d'avril, puis redescendre à la cible de 2 % d'ici le début de 2009.
- La projection de la Banque au sujet de l'inflation est entachée de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, et ceux-ci semblent relativement équilibrés.
- Compte tenu de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur.

à 2 % au début de 2009. Les autres facteurs qui contribueront au recul de l'inflation sont la plus forte pression à la baisse que l'appréciation du dollar canadien exerce sur les prix des importations, et le ralentissement continu du rythme d'augmentation des prix des maisons neuves. Par suite de la disparition de l'effet direct de la réduction de la TPS, et compte tenu de l'incidence du repli temporaire des prix de l'essence à la fin de 2006, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait culminer à environ 3 % au quatrième trimestre de 2007.

Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la nouvelle projection de la Banque en matière d'inflation. Le plus important risque à la hausse tient à la possibilité que la demande des ménages au Canada se révèle plus forte que prévu, ce qui pourrait atténuer la pression à la baisse exercée sur l'inflation par la diminution des prix des importations et par la décélération du rythme d'augmentation des prix des maisons neuves. La montée des emprunts des ménages et la croissance plus rapide de la monnaie au sens large laissent entrevoir ce risque. Du côté des risques à la baisse, l'ajustement de l'économie du pays à la rapide appréciation du dollar canadien pourrait modérer la demande de biens et de services canadiens et réduire plus que prévu les pressions inflationnistes. De plus, l'ajustement en cours dans le secteur du logement aux États-Unis pourrait se prolonger, ce qui pourrait avoir des retombées plus généralisées sur l'économie américaine et limiter davantage l'expansion des exportations canadiennes. Dans l'ensemble, les risques à la hausse et à la baisse qui entourent la projection de la Banque en matière d'inflation semblent relativement équilibrés.

Compte tenu de ces perspectives, la Banque a porté son taux directeur à 4,5 % le 10 juillet. Elle estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux cible du financement à un jour afin de ramener l'inflation à la cible à moyen terme.

L'évolution économique récente

La conjoncture internationale

À l'extérieur de l'Amérique du Nord, la croissance économique a généralement été plus robuste qu'on ne l'anticipait au moment de la publication du *Rapport* d'avril. La tenue des pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, dépasse encore les prévisions. En Europe et au Japon, l'expansion de l'activité au cours des derniers mois a aussi été plus vive qu'escompté, et le raffermissement de la demande intérieure s'est poursuivi.

L'évolution de l'économie américaine a été essentiellement conforme aux attentes. Après avoir été plus faible que prévu au premier trimestre, la croissance semble avoir repris au deuxième trimestre. L'activité continue de ralentir dans le secteur du logement, mais les investissements des entreprises regagnent apparemment de la vigueur. De plus, la progression des dépenses des ménages est demeurée solide, ce qui donne à penser que l'ajustement en cours dans le secteur du logement n'a pas eu de retombées notables. Dans l'ensemble, la plupart des données récentes sont compatibles avec le retour de l'économie à un niveau proche de son potentiel de croissance, et l'inflation a reculé quelque peu aux États-Unis.

Sous l'effet de la vigueur soutenue de la demande mondiale et des préoccupations liées aux approvisionnements, les cours du pétrole ont augmenté. Les prix des autres produits de base sont demeurés généralement élevés, en gros comme on s'y attendait dans le *Rapport* d'avril.

L'activité économique au Canada

La croissance de l'économie canadienne s'est nettement accélérée au premier trimestre de 2007, le PIB réel ayant progressé à un taux annualisé de 3,7 %. Ce chiffre est plus élevé que celui de 2,5 % anticipé dans le *Rapport* d'avril. Malgré la faible expansion de l'économie américaine au premier trimestre de 2007, le volume des exportations canadiennes a été plus important qu'escompté. Les investissements en stocks ont aussi été supérieurs aux prévisions.

La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance économique au Canada durant le premier trimestre. Le revenu disponible réel des particuliers a augmenté de façon marquée, principalement en raison de la forte montée de l'emploi. L'avoir net des ménages a également continué de croître, grâce notamment à la bonne tenue des termes de l'échange du Canada. Parallèlement, le vif

essor du crédit aux ménages s'est poursuivi. Cette évolution a favorisé une hausse considérable des dépenses des ménages. En outre, la correction des stocks qui avait sensiblement freiné la croissance au second semestre de 2006 était achevée au début de 2007.

D'après les données disponibles, le PIB réel aurait progressé à un rythme annualisé de 2,8 % au deuxième trimestre de 2007, ce qui est supérieur au taux de 2,3 % avancé dans le *Rapport* d'avril. Les dépenses de consommation et les exportations, en particulier, affichaient un grand dynamisme au début du trimestre.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Plusieurs indicateurs donnent à penser que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne était plus élevée, au deuxième trimestre de 2007, que ce qui était prévu dans le *Rapport* d'avril. Selon les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises, la proportion de firmes ayant indiqué qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a atteint son plus haut niveau depuis le milieu de 2000 (Graphique 1). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production montre que l'économie tournait à environ 0,6 % au-dessus de sa capacité de production au deuxième trimestre de 2007, soit un niveau perceptiblement plus élevé que celui anticipé en avril[1].

Un certain nombre d'indicateurs font encore état de tensions sur le marché du travail, et les mesures des coûts sous-jacents de main-d'œuvre ont légèrement augmenté. Le ratio de l'emploi à la population a atteint un sommet sans précédent, et le taux de chômage est tombé à son plus bas niveau en 33 ans. Cependant, la proportion des firmes ayant signalé une pénurie de main-d'œuvre lors de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises a diminué.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à environ un demi pour cent au-dessus de sa capacité au deuxième trimestre de 2007.

L'inflation et la cible de 2 %

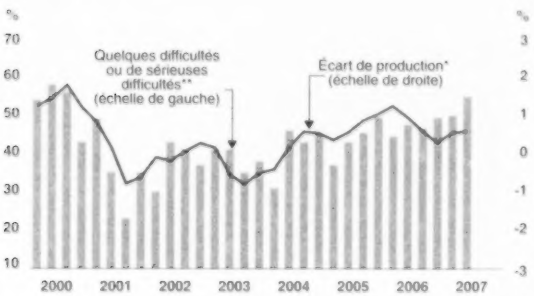
L'inflation a été plus élevée qu'on ne s'y attendait dans la livraison d'avril du *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier. Cette évolution cadre avec la présence d'une demande excédentaire accrue au sein de l'économie canadienne. Elle traduit aussi certains mouvements de prix relatifs.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 1,8 % au premier trimestre de 2007 à 2,2 % en avril et mai (Graphique 2). Cette hausse plus prononcée que prévu de l'IPC global résulte de la progression supérieure aux attentes de l'inflation mesurée par l'indice de référence et de nouvelles augmentations des prix de certaines composantes volatiles de l'indice, notamment l'essence, dont le renchérissement est attribuable principalement à des fermetures de raffineries et à la vigueur inattendue de la demande, et les fruits et légumes.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée à 2,4 % en moyenne en avril et mai, soit 0,2 point de pourcentage de plus

Graphique 1

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure usuelle de la Banque. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2007 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

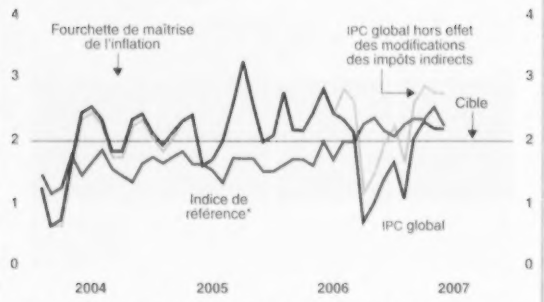
** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

1. Le niveau estimé de la demande excédentaire au deuxième trimestre de 2007 est supérieur de presque 0,5 point de pourcentage à celui que la Banque entrevoyait dans le *Rapport* d'avril. Cet écart tient à une hausse d'environ 0,25 % du niveau projeté du PIB réel au deuxième trimestre et à une baisse de quelque 0,2 % du niveau estimé de la capacité de production, qui résulte en grande partie de la faiblesse continue de la productivité du travail.

Graphique 2

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois

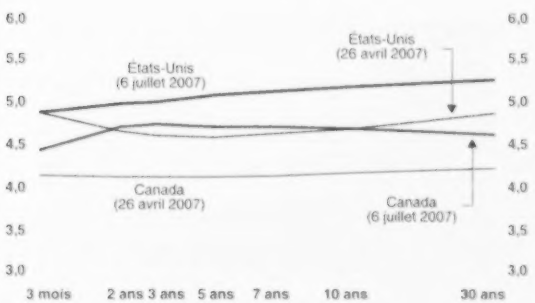


* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Graphique 3

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et des bons du Trésor



que le chiffre avancé pour le deuxième trimestre dans le *Rapport* d'avril. Le rythme d'accroissement des prix des services hors logement compris dans cet indice s'est accéléré, sous l'effet des fortes pressions de la demande. Les prix et marges sur coût d'achat des vêtements et des autres biens semi-durables ont aussi été plus élevés que prévu. La hausse des frais de logement, bien qu'encore relativement importante, poursuit sa décélération tel qu'on s'y attendait généralement, du fait de l'augmentation moins rapide des prix des maisons neuves.

Les marchés financiers et les conditions du crédit

Depuis la publication du *Rapport* d'avril, les taux d'intérêt à moyen et à long terme ont grimpé dans plusieurs économies (Graphique 3). Ce mouvement s'explique en grande partie par l'augmentation attendue des taux d'intérêt réels, qui est compatible avec les perspectives d'un essor continu de l'économie mondiale. Les attentes à l'égard des taux directeurs sont aussi généralement à la hausse.

Au Canada, la croissance du crédit aux ménages demeure robuste, et celle du crédit aux entreprises a dépassé sa moyenne historique depuis la parution du *Rapport* d'avril. Les agrégats monétaires ont également connu une solide expansion.

Le dollar canadien s'est fortement apprécié, se négociant entre 93 et 95,5 cents É.-U. depuis l'annonce de mai du taux directeur (Graphique 4). Sa valeur actuelle est nettement supérieure à la fourchette de 86,5 à 89,5 cents É.-U. postulée dans le *Rapport* d'avril. Cette appréciation tient dans une large mesure à la vigueur de la demande de biens et de services canadiens ainsi qu'à la fermeté soutenue des prix des produits de base. Cependant, le cours du dollar semble avoir réagi plus fortement à ces facteurs que ce à quoi on se serait attendu compte tenu de son évolution passée.

Graphique 4

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis

* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC, comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.

Les perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : une résorption graduelle et ordonnée des déséquilibres mondiaux, une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, ainsi que le maintien du cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, dans la fourchette de 93 à 95,5 cents É.-U. observée depuis l'annonce de mai du taux directeur.

Les perspectives concernant l'économie mondiale sont légèrement plus favorables qu'on ne l'entrevoyait dans le *Rapport* d'avril, la croissance s'annonçant robuste au cours des trois prochaines années. Un certain ralentissement est encore prévu, à mesure que l'offre excédentaire mondiale se contractera et que l'incidence du resserrement continu des politiques monétaires se fera sentir. Le taux d'expansion économique à l'échelle du globe devrait passer de 5,0 % en 2007 à 4,8 % en 2008, puis à 4,6 % en 2009.

La projection relative à l'économie américaine a peu changé comparativement à celle présentée dans le *Rapport* d'avril. On s'attend à ce que le rythme d'augmentation du PIB passe de quelque 3,3 % en 2006 à environ 2,1 % en 2007. La réduction des investissements dans la construction résidentielle continuera vraisemblablement de ralentir la croissance du PIB au cours des prochains trimestres. Toutefois, les exportations américaines devraient bénéficier du raffermissement de la demande intérieure dans d'autres pays et de la dépréciation du dollar É.-U., et les investissements des entreprises progressent. La croissance du PIB devrait s'établir à environ 3 % en 2008 et 2009.

Les cours à terme du pétrole brut sont supérieurs à ceux indiqués dans le *Rapport* d'avril. L'indice des prix des produits de base non énergétiques se situe à un haut niveau, et on pense encore qu'il se repliera graduellement pendant la période considérée.

Dans sa projection pour le Canada, la Banque prévoit que la progression du PIB sera un peu plus rapide en 2007 et un peu plus lente en 2008 et 2009 qu'envisagé dans le *Rapport* d'avril. Le taux de croissance trimestriel annualisé devrait avoisiner en moyenne 2 3/4 % au cours des trois derniers trimestres de cette année et 2 1/2 % tout au long de 2008 et de 2009 (Tableau 1).

Tableau 1
Résumé des projections selon le scénario de référence[a]

	2007				2008		2009
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)[b]	**3,7** *(2,5)*	**2,8** *(2,3)*	**2,7** *(2,5)*	**2,6** *(2,7)*	**2,6** *(2,8)*	**2,4** *(2,8)*	**2,5** *(2,7)*
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**2,0** *(2,0)*	**2,3** *(2,1)*	**2,6** *(2,2)*	**2,9** *(2,5)*	**2,6** *(2,6)*	**2,5** *(2,8)*	**2,4** *(2,7)*
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**2,3** *(2,3)*	**2,4** *(2,2)*	**2,3** *(2,1)*	**2,2** *(2,0)*	**2,2** *(2,0)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	**1,8**[c] *(1,9)*	**2,3** *(1,9)*	**2,6** *(2,3)*	**3,0** *(2,8)*	**2,4** *(2,2)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	**2,3**[c] *(2,4)*	**2,8** *(2,4)*	**2,7** *(2,3)*	**3,0** *(2,8)*	**2,4** *(2,2)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
WTI[d] (niveau)	**58** *(58)*	**65** *(64)*	**71** *(67)*	**71** *(69)*	**72** *(70)*	**73** *(70)*	**73** *(70)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans le *Rapport* d'avril.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. Les modifications apportées aux taux de variation en glissement annuel de l'IPC global et de l'IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects au premier trimestre de 2007 résultent de l'arrondissement associé au changement de l'année de base de l'IPC, de 1992 à 2002.
d. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 6 juillet 2007.

La demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance économique au pays durant la période de projection, à la faveur de la bonne tenue des termes de l'échange du Canada et des chiffres élevés de l'emploi (Tableau 2). La hausse des investissements en machines et matériel devrait encore contribuer à dynamiser les importations. Même si le redressement progressif de l'économie américaine au cours de la période considérée est propice aux exportations canadiennes, l'expansion de celles-ci devrait être plus faible qu'anticipé antérieurement en raison de l'appréciation du dollar

canadien. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que les exportations nettes freinent la croissance en 2008 et 2009.

Comparativement à celui figurant dans le *Rapport* d'avril, le présent scénario prévoit un niveau plus élevé des taux d'intérêt dans tous les segments de la courbe et une appréciation du dollar canadien, deux facteurs qui contribuent à modérer la croissance et à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada en 2009[2].

Les chiffres projetés relativement à l'inflation mesurée par l'indice de référence pour 2007 et 2008 sont légèrement plus élevés que ceux avancés dans le *Rapport* d'avril (Tableau 1). Une demande excédentaire supérieure à celle anticipée en avril devrait maintenir l'inflation mesurée par l'indice de référence au-dessus de 2 % pendant une plus longue période. Toutefois, trois facteurs devraient ramener le taux d'accroissement de cet indice à 2 % d'ici le début de 2009. Premièrement, les pressions émanant de la demande excédentaire devraient se résorber lentement sous l'effet du léger ralentissement de l'activité économique en 2008 et 2009. Deuxièmement, compte tenu du raffermissement du dollar canadien, la pression à la baisse que le recul des prix des biens importés fait peser sur l'inflation devrait être un peu plus forte que prévu antérieurement. Enfin, on s'attend à ce que l'incidence de la hausse des prix des maisons neuves sur l'inflation s'atténue encore.

La trajectoire projetée du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global reflète le nouveau scénario concernant l'indice de référence, les attentes relatives aux prix de l'énergie et l'effet des modifications apportées aux impôts indirects dans le passé. Comme les cours à terme du pétrole brut ont monté et que l'effet direct de la baisse de la TPS sur l'inflation cessera de se faire sentir, cette mesure de l'inflation devrait continuer d'augmenter au second semestre de cette année. En raison du fort taux d'accroissement en glissement annuel des prix de l'essence, attribuable notamment à l'incidence du repli temporaire de ces prix à la fin de 2006, l'inflation mesurée par l'IPC global culminera à environ 3 % au quatrième trimestre. Elle devrait ensuite redescendre pour atteindre la cible de 2 % au début de 2009.

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel[a]
En points de pourcentage

	2006	2007	2008	2009
Consommation	2,3 *(2,2)*	2,1 *(1,8)*	1,9 *(1,6)*	1,8 *(1,7)*
Logement	0,1 *(0,2)*	0,1 *(-0,1)*	-0,1 *(-0,1)*	-0,1 *(0)*
Administrations publiques	0,8 *(0,8)*	0,6 *(0,6)*	0,7 *(0,7)*	0,6 *(0,6)*
Investissements fixes des entreprises	1,2 *(1,1)*	0,6 *(0,7)*	0,6 *(0,5)*	0,4 *(0,4)*
Total partiel : demande intérieure finale	4,4 *(4,3)*	3,4 *(3,0)*	3,1 *(2,7)*	2,7 *(2,7)*
Exportations	0,3 *(0,5)*	0,6 *(0,4)*	0,9 *(1,3)*	0,9 *(1,0)*
Importations	-1,6 *(-1,7)*	-1,4 *(-1,3)*	-1,5 *(-1,3)*	-1,2 *(-1,0)*
Total partiel : exportations nettes	-1,3 *(-1,2)*	-0,8 *(-0,9)*	-0,6 *(0)*	-0,3 *(0)*
Stocks	-0,3 *(-0,4)*	-0,1 *(0,1)*	0,1 *(0)*	0 *(0)*
PIB	2,8 *(2,7)*	2,5 *(2,2)*	2,6 *(2,7)*	2,4 *(2,7)*

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans le *Rapport* d'avril.

2. L'hypothèse concernant les taux d'augmentation de la production potentielle demeure inchangée comparativement à celle présentée dans le *Rapport* d'avril, soit 2,8 % pour 2007 et 2008 et 2,7 % pour 2009.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.